

Carta do Gestor

Prova difícil, aluno fraco.

Caros Investidores,

A economia brasileira vai enfrentar dois desafios pela frente. O primeiro é um ambiente global mais desfavorável. Diante da desaceleração da China e da queda dos preços das *commodities*, os preços das exportações brasileiras já estão em queda, o que prejudica nossos termos de troca. As taxas de juros globais já estão subindo, principalmente nos Estados Unidos, o que contribui para reduzir os fluxos de capital para as economias emergentes. O segundo desafio, agora do ponto de vista interno, é o ciclo eleitoral até o próximo ano. Os ciclos eleitorais sempre trazem ruídos e pressões fiscais.

A questão é que a economia brasileira enfrentará esses desafios partindo de um ponto inicial muito ruim. A poupança e o investimento estão fracos, o crescimento está baixo, a produtividade caiu e a inflação, de forma persistente, está próxima do teto da banda do regime de metas. A política fiscal tem sido expansionista, corroendo a credibilidade e o superávit primário do governo, e a política creditícia, patrocinada pelos bancos públicos, tem sido extremamente expansionista. Além disso, o déficit em transações correntes está aumentando, mesmo num ambiente de crescimento baixo e termos de troca ainda favoráveis, principalmente quando comparados à média histórica, o que é preocupante.

Diante da inflação desfavorável e dos desequilíbrios que estão se acumulando, o Banco Central mudou de postura na última reunião do Copom, mostrando mais compromisso com o seu objetivo principal, que é manter a inflação na meta, em uma tentativa de reequilibrar a economia. Entretanto, não acreditamos que ele conseguirá realizar o aperto monetário necessário para trazer a inflação para o centro da meta.

No âmbito internacional, as perspectivas de curto prazo para a economia americana estão melhores e, nesse cenário, o *Federal Reserve* sinalizou que vai reduzir o ritmo de compra de ativos, o que contribuiu para o aumento dos juros longos americanos e da volatilidade nos mercados. A economia europeia permanece em recessão e os ajustes pelos quais grande parte dos países da região precisa passar para corrigir os desequilíbrios é um processo longo, que manterá o crescimento europeu baixo. Na China, está cada vez mais claro que o governo está confortável com um patamar menor de crescimento, diante da necessidade de ajustar a economia. O modelo anterior, calcado em exportações, investimento e grande expansão do crédito e das empresas estatais, está próximo do esgotamento. Em resumo, mesmo com a recuperação americana, a economia global ainda permanece frágil e com pouco dinamismo.

Nesse cenário, continuamos concentrando nossas alocações em Brasil. Diante de todos esses desafios, os juros no Brasil vão permanecer subindo, as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos vão crescer, a inflação continuará pressionada, e o crescimento ficará aquém das expectativas no atual ambiente de produtividade e investimento fracos devido à incerteza sobre a política econômica do governo. Em outras palavras, o professor, que são os mercados internacionais, está cada vez mais impaciente; o aluno é fraco e estudou pouco, a matéria está mais difícil e o aluno precisa de notas altas para passar. Em geral, essa combinação não dá certo, ou seja, não vamos esperar para saber o resultado das provas.

Seguem nossas principais alocações.

Juros Brasil

Iniciamos o mês de maio com uma posição tomada na parte longa da curva. Ao longo do mês, foram divulgados dados de atividade mais fracos. Como o mercado já esperava um ciclo de alta no curto prazo, optamos por transformar a posição tomada em uma inclinação de tamanho maior. Fizemos isso, de maneira a reduzir o risco de estresse, caso o Banco Central optasse por fazer um ciclo menor, permanecendo com o viés tomado da alocação. Esta inclinação foi para um nível que julgamos justo e, então, decidimos encerrar a posição e, assim, permanecemos até o final do mês.

Além disso, julgamos que o risco vs. retorno da compra de inflação é melhor do que a posição de inclinação nesse momento. Dessa forma, aumentamos a compra de inflação gradativamente ao longo do mês, considerando os riscos de mercado.

Ações

No mercado internacional, maio foi um mês positivo para as bolsas americana e europeia, com alta de 2%, e negativo para as bolsas de emergentes, que fecharam em queda de 4,8%, influenciadas em parte pela fraqueza nos dados chineses. Durante as últimas semanas, houve um claro aumento na volatilidade nos mercados acionários, em especial, o japonês. O estopim para esse aumento de volatilidade foi a abertura do crédito e das taxas de juros nos Estados Unidos, após comentários do Banco Central americano sobre a possibilidade de redução do afrouxamento quantitativo mais cedo do que o esperado pelo mercado. Achamos que este aumento na volatilidade do mercado veio para ficar. Setorialmente, observamos que os setores defensivos que vinham impulsionando o *rally* da bolsa americana cederam a liderança aos cíclicos. Com isso mantivemos inalterada a nossa alocação comprada no setor bancário e industrial e vendida no setor de consumo discricionário. No direcional permanecemos neutros. Em um cenário de liquidez mais restrita e com maior volatilidade, o risco retorno do mercado nesses níveis de preços não nos parece atraente no curto-prazo.

No Brasil, o mês de maio apresentou eventos relevantes no cenário macroeconômico brasileiro com desdobramentos importantes para a bolsa. Nesse cenário de um real mais fraco aumentamos nossas alocações em setores que se beneficiam de um câmbio

mais depreciado, como mineração, papel e celulose, petroquímico e exportadores industriais. Por outro lado, a abertura de juro real na parte longa da curva e um Banco Central mais duro beneficiaram nossas posições vendidas em setores tipicamente defensivos, que haviam se beneficiado dos baixos patamares em que as taxas se encontravam recentemente, como os setores de concessões, *shoppings* e elétrico. Além disso, aumentamos a posição vendida em algumas ações do setor de consumo e aumentamos nossa posição comprada em bancos. De forma geral, continuamos com uma posição cautelosa em relação ao mercado de ações brasileiro e permanecemos com exposição líquida próxima de zero. Apesar dos sinais recentes positivos na atuação do Banco Central e na política cambial, acreditamos que os erros e as incertezas na política macro do governo, em conjunto com um crescimento chinês surpreendendo para baixo, são fatores que ainda irão influenciar negativamente o mercado de bolsa, apesar do desempenho ruim do Ibovespa no ano.

Moedas

No Brasil, reduzimos nossa posição comprada em dólar americano. O cenário que estávamos antevendo de deterioração do balanço de pagamentos começou a ser precipitado pelo mercado. Além disso, o Banco Central interveio no mercado futuro e acelerou o ritmo de aperto da política monetária e o Ministério da Fazenda retirou o IOF de renda fixa para investidores estrangeiros.

No mercado internacional, reduzimos a posição vendida em euro devido à forte melhora das transações correntes da região. Continuamos com a posição vendida no dólar australiano.

Juros Internacionais

Ao longo do mês de maio, reduzimos a posição aplicada em juros no Canadá enquanto mantivemos a alocação tomada em juros nos Estados Unidos, em função de sua boa perspectiva econômica.

Commodities

Mantivemos as posições vendidas em cobre e petróleo, e compradas em paládio e algodão. Nossos modelos de oferta e demanda sofreram poucas alterações no último mês, bem como nossas alocações. Seguimos liquidamente vendidos em *commodities*.

Crédito

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de dez anos da França e aplicada nos juros de 10 anos da Alemanha.

No mês de maio, o SPX Nimitz rendeu 4,18%, ante um CDI de 0,58% no mesmo período.

Atribuição de Performance

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Mai. 2013	2013	12 MESES
Ações	1,09%	2,64%	2,43%
Commodities	-0,02%	0,41%	0,02%
Juros Brasil	0,99%	0,70%	2,49%
Juros Internacionais	0,34%	0,31%	-0,84%
Moedas	2,11%	2,11%	1,56%
Crédito	-0,01%	-0,33%	-1,03%
Taxas e Custos	-0,91%	-1,44%	-2,36%
CDI	0,58%	2,85%	7,25%
Total	4,18%	7,24%	9,52%

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), empresas do grupo SPX, e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. O grupo SPX não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela SPX a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo.

Este material não pode ser copiado, reproduzido, publicado ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia autorização, por escrito, do grupo SPX.

